

BANQUE ROYALE
DU CANADA

Conjonctures

Conjonctures est une publication consacrée aux aspects de l'actualité économique intéressant le Groupe Financier Banque Royale et ses clients.

La démographie explique-t-elle l'enrichissement des ménages et la croissance de la gestion du patrimoine?

Novembre 1997

Derek Holt

Économiste
(416) 974-6192

Résumé

▲ Dans cet article, nous nous penchons sur l'un des phénomènes les plus marquants de l'histoire financière mondiale de l'après-guerre, à savoir la forte croissance de la richesse des ménages et des services de gestion de patrimoine. Comme nous estimons que la démographie joue un rôle négligeable dans l'évolution de la conjoncture macroéconomique, il nous incombe d'expliquer quels facteurs alimentent cette croissance.

▲ En chute depuis plusieurs années, le taux d'épargne des particuliers s'établissait à 0,9 % au deuxième trimestre de 1997 et n'avait jamais été aussi bas depuis les années 1930. Pourtant, les services de gestion de patrimoine sont en plein essor. À quoi pouvons-nous attribuer ce paradoxe ?

▲ La situation est en grande partie imputable à un demi-siècle de croissance économique en temps de paix, qui a entraîné une hausse remarquable du niveau de vie général de la population canadienne. En effet, la progression phénoménale des services de gestion de patrimoine s'explique essentiellement par les déterminants traditionnels de la croissance économique à long terme et par l'évolution positive des autres critères d'évaluation du niveau de vie (sauf durant les années 1990). Combinés à l'image d'« article de luxe » des services de gestion de patrimoine, ces facteurs l'emportent sur toute autre considération.

▲ La progression des services de gestion de patrimoine est également attribuable à la redistribution des portefeuilles, aux effets de l'évaluation, à l'évolution des institutions et des lois, à la complémentarité des services de planification fiscale, ainsi qu'à la présence d'investisseurs plus avertis et plus tolérants à l'égard du risque.

▲ Compte tenu de la multiplicité des facteurs (revenu, effets de l'évaluation, redistribution des portefeuilles, etc.), il existe de nombreux risques et de nombreuses possibilités qui influencent les perspectives des services de gestion de patrimoine.

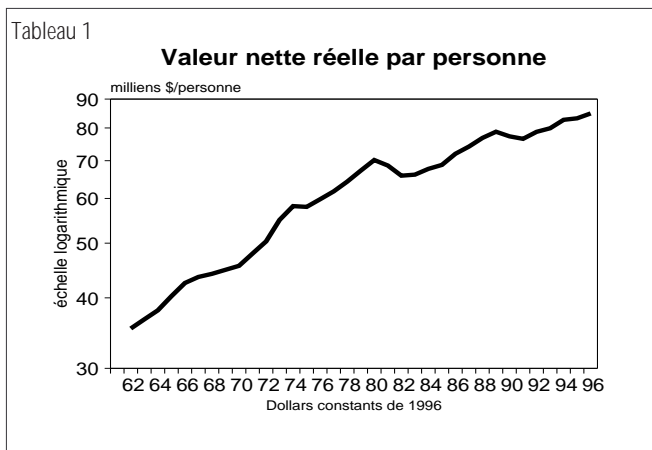
▲ Contrairement à la progression impressionnante des services de gestion de patrimoine, l'enrichissement des ménages n'est pas aussi rapide que par le passé et s'avère beaucoup plus lent que ce que prédisaient des ouvrages populaires publiés au cours des dernières années.

▲ Dans l'annexe, nous nous sommes penchés sur la transformation du bilan du secteur des services financiers et avons découvert que les changements en cours sont très différents de ce que l'on s'imagine généralement. La faiblesse de l'épargne frappe de plein fouet les dépôts personnels, qui ne suffisent plus à financer la forte croissance des emprunts des ménages et des entreprises.

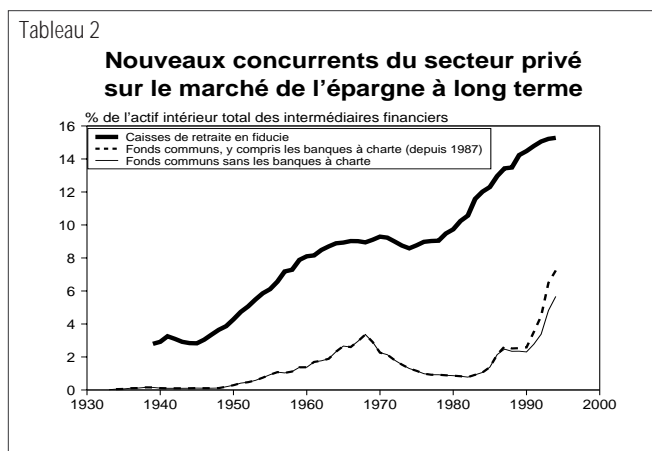
I) Perspective à long terme

L'enrichissement des ménages et la croissance des services de gestion de patrimoine ne datent pas d'hier. Par conséquent, l'étude des causes de cette croissance ne peut se limiter aux dernières années, mais doit plutôt s'attarder à des facteurs dont l'influence s'exerce sur une très longue période.

Le tableau 1 présente une évaluation directe de la richesse des ménages. Ce graphique montre clairement que la croissance n'est pas récente.



Les caisses de retraite en fiducie et les fonds communs de placement peuvent servir de variables de substitution pour mesurer la progression des services de gestion de patrimoine au cours des 50 à 60 dernières années. Tel qu'indiqué au tableau 2, ces instruments de placement à long terme ont connu de longs épisodes de forte croissance par rapport au reste du secteur des services financiers au pays. Leur part du marché a donc augmenté au détriment d'autres intermédiaires financiers.



Qui plus est, ces modèles de croissance se retrouvent ailleurs dans le monde industrialisé. Ceci démontre la présence de

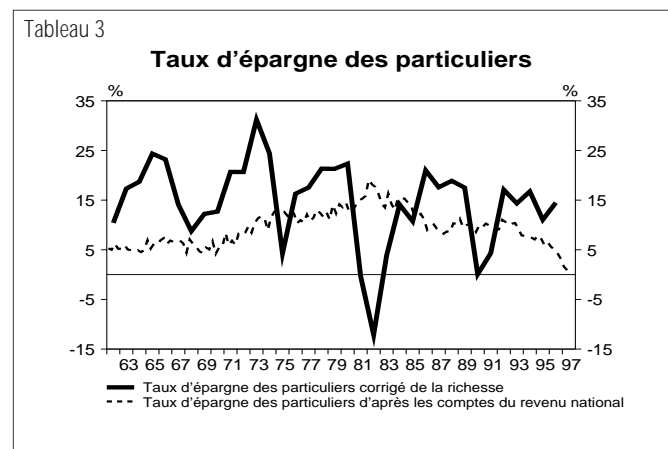
facteurs communs dans des pays dont les facteurs démographiques, la performance économique et les institutions sont pourtant différents.

II) Considérations sur les facteurs de croissance

Anomalies démographiques

À première vue, il serait tentant d'expliquer l'expansion des services de gestion de patrimoine par la démographie. Suivant une approche simplifiée du cycle de vie, la période de désépargne de la jeunesse est suivie d'une période d'accumulation de la richesse pendant l'âge mûr, puis de désaccumulation à la retraite. Puisque la génération du *baby-boom* se trouve au cœur de la phase d'accumulation, nous devrions nous attendre, en théorie et toutes choses égales d'ailleurs, à une forte croissance de la richesse des ménages. Cependant, de nombreuses anomalies font penser que d'autres facteurs annulent l'effet de la démographie, en supposant que cet effet se soit fait sentir jusqu'à maintenant.

Anomalie n° 1 : Le vieillissement de la population n'a pas eu l'influence prévue sur le taux d'épargne des particuliers, qui s'établit actuellement à un maigre 0,9 % et qui tend à décroître depuis le début des années 1980 (ligne pointillée, tableau 3). Ceci s'explique principalement par la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt et par un chômage élevé.



Anomalie n° 2 : Le taux d'épargne des particuliers corrigé de la richesse, qui est lié au bilan des ménages et qui tient compte des pertes et des gains en capital exclus du taux d'épargne standard des particuliers, connaît une évolution neutre depuis longtemps (ligne pleine, tableau 3). Nous y reviendrons dans cet article.

Anomalie n° 3 : Si l'économie était surtout influencée par la démographie, nous nous serions attendus à une hausse des revenus puisque la génération du *baby-boom* connaît ses meilleures années de rémunération. Or, le revenu réel par habitant a chuté au cours des années 1990.

Anomalie n° 4 : La croissance de la valeur nette des ménages par habitant s'est accélérée durant les années 1960 et 1970, et a ralenti depuis le début des années 1980 (tableau 1). Faudrait-il en conclure que les parents des *baby-boomers* se sont enrichis durant les années 1960 et 1970 parce qu'ils ont eu une abondante progéniture ? Par ailleurs, pourquoi le taux de croissance de la valeur nette des ménages n'a-t-il pas augmenté quand les *baby-boomers*, qui ont actuellement entre 31 et 50 ans, ont connu leurs meilleures années de revenu et d'épargne ? L'accélération de la croissance de la valeur nette jusqu'au début des années 1980 et son ralentissement par la suite vont à l'encontre des prévisions tirées de la démographie : les personnes de 40 ans et plus représentaient 31 % de la population en 1960, et 34 % au début des années 1980. Cette tendance démographique s'est renforcée au cours des 15 dernières années, puisque le pourcentage s'établit actuellement autour de 41 %.

Qui plus est, les prédictions de forte croissance de la richesse des ménages ne se sont pas concrétisées en raison de la faiblesse exceptionnelle de l'économie intérieure au cours des années 1990. Par exemple, une étude populaire prédisait un rythme de croissance de la valeur nette des ménages deux fois plus élevé que ce qui a été observé de 1990 à 1996.¹

Malgré ces anomalies, les sondages indiquent que les personnes les plus susceptibles de demander des services de gestion de patrimoine appartiennent aux catégories générales que l'on aurait pu prédire selon l'hypothèse du cycle de vie. Comment expliquer ce hiatus logique entre ces sondages et la forte croissance des services de gestion de patrimoine d'une part, et les anomalies démographiques d'autre part ?

La réponse se trouve du côté des facteurs qui ont transformé les comportements, lesquels ont joué un rôle beaucoup plus important que la répartition démographique de la population. En termes simples, bien que les personnes de 40 ans et plus puissent être les plus susceptibles d'avoir recours aux services de gestion de patrimoine, la conjoncture de l'après-guerre a fait en sorte

que les personnes ayant 40 ans aujourd'hui utilisent bien plus de tels services que les personnes qui avaient cet âge auparavant. Passons maintenant aux autres facteurs qui déterminent la demande de services de gestion de patrimoine.

La génération la plus riche de l'histoire

Un demi-siècle de croissance économique en temps de paix s'est traduit par une forte élévation du niveau de vie général des ménages. Ce phénomène s'est manifesté par la hausse du revenu réel (sauf durant les années 1990, marquées par la restructuration des secteurs privé et public) et par l'augmentation de la valeur nette. Les facteurs déterminants de cette croissance revêtent un intérêt particulier pour l'explication de la croissance des services de gestion de patrimoine. En voici la liste.

- ▲ Importance et rythme de la croissance de la population active ; c'est notamment sur ce plan qu'intervient la démographie.
- ▲ Importance et rythme de la croissance du capital physique, tel que les usines, les machines et l'équipement.
- ▲ Facteurs influençant la manière dont les facteurs ci-dessus interagissent pour dégager une croissance économique à long terme, y compris l'éducation et la formation professionnelle de la population active, l'évolution des institutions, la politique gouvernementale, la productivité de la main-d'œuvre et du capital, etc. À cet égard, il faut souligner l'importance de la technologie, qui s'entend aussi bien de l'innovation progressive que des inventions ponctuelles comme celles du haut fourneau, de la machine à filer, du moteur à vapeur et de la microprocesseur.

Un « article de luxe »

Les services de gestion de patrimoine entrent dans la catégorie des « articles de luxe », au même titre qu'une Mercedes Benz ou un bijou précieux. À mesure que les revenus augmentent, les particuliers comme les collectivités consacrent une part croissante de leurs gains à l'achat de tels articles. Une fois la subsistance assurée, il reste de l'argent pour d'autres fins, et une partie de cette somme est consacrée aux placements à long terme. Ce caractère d'article de luxe se conjugue à la hausse du niveau de vie de l'après-guerre pour créer un mélange explosif qui explique plus que tout autre facteur la progression des services de gestion de patrimoine.

¹ *The Wealth Report*, Ernst & Young Management Consultants, 1990.

Liens entre la situation des ménages et d'autres facteurs : effets de l'évaluation

Bien que le taux d'épargne corrigé de la richesse soit neutre, il a tendance à être élevé depuis 35 ans (tableau 3). Un tel taux élevé et neutre (bien que fluctuant) appuie une croissance considérable de la richesse des ménages. Ce taux reflète les gains en capital matérialisés et non matérialisés sur les avoirs immobiliers et financiers des ménages. On notera avec intérêt que même si le taux d'épargne des particuliers mesuré par les comptes du revenu national a atteint un creux historique, le taux d'épargne corrigé de la richesse est demeuré stable en raison des gains en capital importants des ménages. Ces gains en capital s'expliquent par le redressement des bénéfices des entreprises et par la chute des taux d'intérêt, laquelle est en partie attribuable à la résorption marquée des déficits gouvernement.

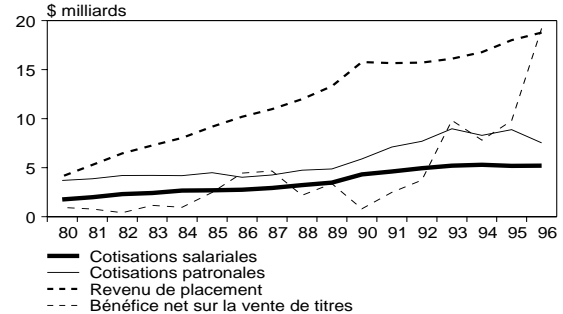
D'autres facteurs liés aux politiques gouvernementales et aux marchés étrangers peuvent favoriser une poursuite des gains en capital à long terme. À tous les échelons, les gouvernements s'orientent vers des budgets équilibrés. Ceci libère des économies pour l'acquisition d'avoirs financiers et immobiliers, et pour la consommation, notamment lorsque l'on tient compte de l'influence des taux d'intérêt à long terme. Par ailleurs, le retour à l'équilibre du compte courant pourrait signifier que nous n'aurons plus à emprunter fortement à l'étranger pour financer la dette publique. Les entreprises canadiennes pourraient bénéficier de cette situation, en n'étant plus exclues des marchés des capitaux canadiens et en faisant face à une moindre concurrence des gouvernements pour les capitaux étrangers. Ceci pourrait faire baisser les taux à long terme.

L'importance des effets de l'évaluation ressort clairement d'un examen du rendement des régimes de retraite en fiducie au cours des dernières années. Comme l'indique le tableau 4, contrairement à ce que laissent prévoir les tendances démographiques, les taux de croissance des cotisations patronales et salariales aux régimes de retraite en fiducie ont été neutres pendant des années et très faibles récemment. En fait, la croissance rapide de l'actif des régimes de retraite en fiducie au cours des années 1990 s'explique en grande partie par les rendements des placements.

Dans la troisième partie de cet article, nous discuterons de ce qui pourrait arriver lorsque les effets de l'évaluation s'atténueront, compte tenu de l'augmentation rapide du nombre d'intervenants dans le marché des services de gestion de patrimoine au fil des ans.

Tableau 4

Revenu des régimes de retraite en fiducie (principales sources de revenu)



Caractéristiques de l'épargne des ménages

Les modalités d'épargne des ménages et la forme que prend cette épargne jouent un rôle déterminant dans l'enrichissement des ménages et la progression des services de gestion de patrimoine. Nous aborderons d'abord les facteurs qui influencent le niveau de l'épargne des particuliers, puis la composition de cette épargne.

Divers facteurs influencent le niveau de l'épargne des particuliers. L'hypothèse du cycle de vie n'est qu'une des nombreuses théories visant à en déterminer l'importance. Parmi les facteurs macroéconomiques qui incitent à épargner, on retrouve l'inflation prévue, les taux d'intérêt, le chômage et les caractéristiques institutionnelles.

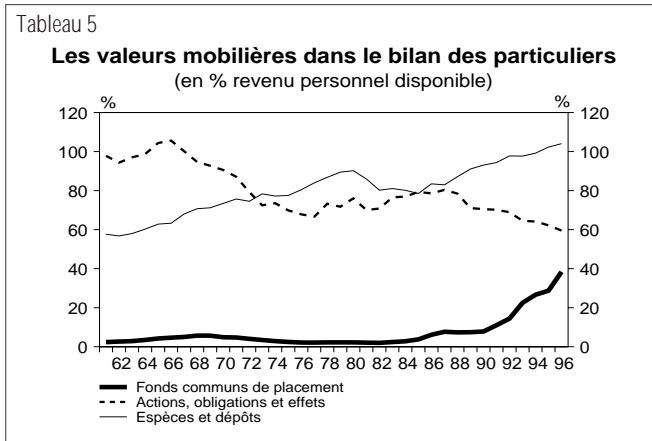
L'extrême faiblesse du taux d'épargne des particuliers s'explique en partie par la chute record des taux d'intérêt, la modicité et la stabilité de l'inflation et le chômage élevé. Il faut également souligner le regain de la confiance des consommateurs, qui survient après plusieurs années de demande comprimée de biens de consommation. De toute évidence, le niveau actuel de l'épargne des particuliers ne favorise pas l'enrichissement des ménages.

Redistribution des portefeuilles

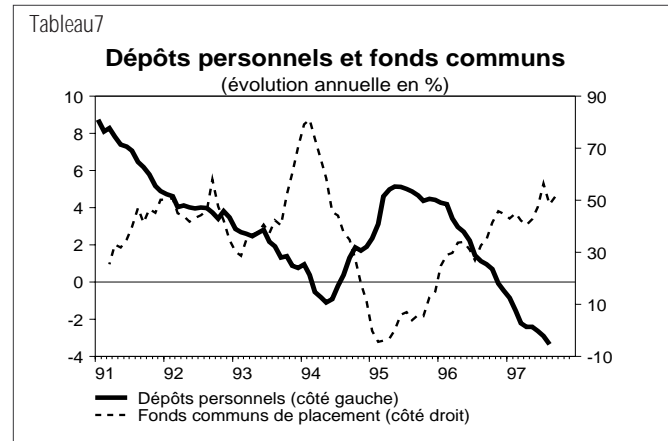
En plus du rythme auquel les ménages accroissent leurs économies, il faut tenir compte de la composition de cette épargne qui est fortement influencée par la transformation des portefeuilles. Cette transformation prend la forme de cinq modifications importantes.

Des placements directs aux placements indirects : Les ménages détiennent de moins en moins d'actions, d'obligations et d'instruments du marché monétaire directement, et consacrent

plutôt cette épargne à des parts de fonds communs de placement très diversifiés (tableau 5). Cette tendance est clairement avantageuse pour les services de gestion de patrimoine.

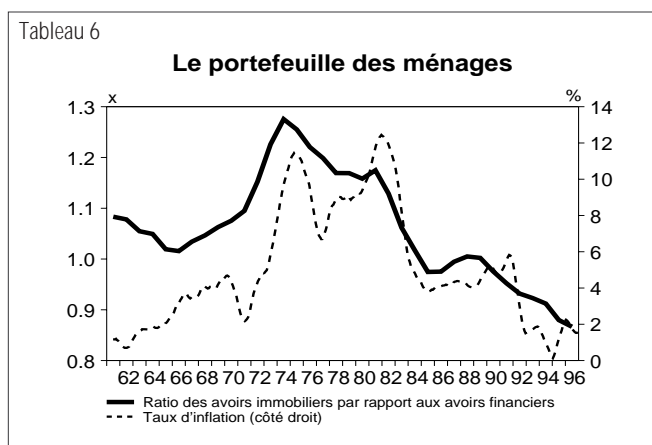


devraient entraîner un redressement des dépôts des particuliers, mais les perspectives à long terme favoriseront probablement d'autres formes d'épargne, y compris la gestion de patrimoine.



Des avoirs immobiliers aux avoirs financiers : Les attentes entourant l'inflation à long terme ont incité les ménages à délaissier les avoirs immobiliers au profit des avoirs financiers, autre facteur positif pour les services de gestion de patrimoine (tableau 6). L'atténuation de l'inflation a eu deux effets :

- ▲ effet positif sur l'évaluation à long terme des avoirs financiers par rapport aux avoirs immobiliers tels que le logement ;
- ▲ décision consciente des ménages de remplacer des avoirs immobiliers par des avoirs financiers.



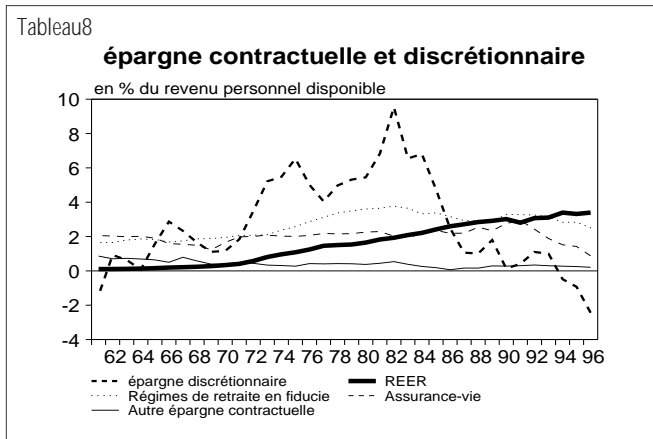
Des placements intérieurs aux placements étrangers : Jusqu'à 1994, la croissance de l'actif des fonds communs a été attribuable en grande partie aux fonds d'obligations, d'actions et du marché monétaire étrangers, car les ménages se sont lancés dans la diversification internationale de leurs placements. Pour bon nombre de particuliers, les fonds communs et les autres services de gestion de patrimoine constituent la manière la plus facile, la plus économique et peut-être la plus sûre d'opérer une telle diversification.

De l'épargne discrétionnaire à l'épargne contractuelle : La composition de l'épargne personnelle est influencée par les taux de rendement relatifs, les prévisions des besoins financiers à long terme sous l'effet de facteurs démographiques et autres, et les rigidités qui font varier la possibilité d'ajustement des formes d'épargne. Par exemple, il est beaucoup plus difficile de rajuster l'épargne sous forme de rentes de retraite et d'assurance-vie en raison de sa nature contractuelle, que l'épargne discrétionnaire qui se retrouve dans les dépôts personnels.

Récemment, le taux d'épargne discrétionnaire est devenu négatif, phénomène logique compte tenu de la chute des dépôts des particuliers. Par contre, les REER ont vu leur part du marché augmenter depuis les années 1970, en raison d'une croissance en grande partie alimentée par des encouragements fiscaux (tableau 8). On a également enregistré une hausse de la part de marché de l'épargne contractuelle comme telle.

Des dépôts personnels aux valeurs mobilières : Les taux de progression de l'actif des fonds communs et des dépôts personnels tendent à suivre une direction opposée (tableau 7). Récemment, nous avons enregistré une contraction absolue des dépôts des particuliers au Canada, les ménages s'orientant vers des instruments d'épargne plus concurrentiels. L'amélioration de l'emploi et des revenus ainsi que des initiatives de marketing

Cette redistribution des portefeuilles a fortement modifié le bilan des ménages au fil des ans, notamment durant les années 1990. Une grande partie de ces transformations ont profité aux



gestionnaires de patrimoine au détriment d'autres formes d'épargne, bien qu'elles n'aient pas d'incidence sur la richesse générale des ménages puisqu'elles sont simplement des déplacements d'actif.

Évolution des institutions

Les services de gestion de patrimoine doivent une bonne part de leur croissance à des mesures législatives qui ont créé des institutions privées et publiques sur le marché de l'épargne à long terme. L'évolution des institutions au fil des ans a obéi à quatre grands principes : la redistribution du revenu ; l'encouragement de l'épargne à long terme afin de développer les marchés des capitaux à long terme ; la transformation du rôle de l'entreprise ; et des initiatives des gouvernements et des entreprises privées visant à rehausser la compétitivité du marché des services financiers.

Après la seconde Guerre mondiale, l'État a créé des régimes de retraite par répartition afin de soustraire à la pauvreté les retraités dont la période de revenu maximum aurait coïncidé avec la Crise de 1929 et la Guerre. D'autres mesures de redistribution du revenu ont accompagné ces initiatives. Ainsi, l'importante dette non provisionnée que nous connaissons aujourd'hui est davantage attribuable à la gestion antérieure des programmes qu'à la démographie actuelle, bien que le vieillissement de la population amplifie le problème des régimes de retraite nationaux. Outre les régimes publics, des lois ont été adoptées au fil des ans pour créer des abris fiscaux privés tels que les REER.

² Laderman, Elizabeth "Deposits and demographics?," *Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 27 juin 1997.

Morgan, Donald M. "Will the shift to stocks and bonds by households be destabilizing?" *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2^e trimestre 1997, pp.31-44.

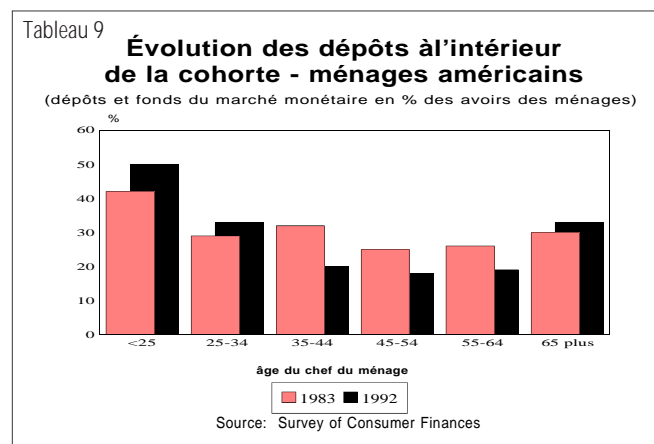
Un autre facteur important est la « socialisation » du capitalisme, qui a permis à une proportion croissante de la population active de bénéficier de régimes de retraite parrainés par les employeurs. Il faut également tenir compte des initiatives des entreprises du secteur financier. Il s'agit notamment de programmes d'éducation et de marketing visant à rendre les produits plus accessibles et à aider les investisseurs à mieux les utiliser. La déréglementation des commissions fixes et l'essor du courtage à escompte ont aussi favorisé l'accès et la sensibilisation d'une plus vaste tranche de la population aux services de négociation de titres.

Importance croissante de la planification fiscale

L'alourdissement du fardeau fiscal et la complexité croissante de la Loi de l'impôt sur le revenu ont, c'est le moins qu'on puisse dire, accru le besoin de services professionnels de planification fiscale. Or, cette planification va souvent de pair avec la gestion de patrimoine.

Des investisseurs plus avertis et plus tolérants à l'égard du risque

Des études sur le système financier américain indiquent que le fléchissement des dépôts des ménages est principalement attribuable à la diminution de la proportion de l'actif que les ménages d'une même cohorte détiennent sous forme de dépôts² (tableau 9). Ainsi, les personnes aujourd'hui âgées de 40 ans détiennent une plus faible proportion de leurs avoirs dans les dépôts que les personnes du même âge il y a dix ans.



Par conséquent, l'évolution du marché des dépôts ne s'explique pas par l'accession des ménages à leurs années de revenu et d'épargne maximums, pendant lesquelles ils disposeraient d'un revenu supplémentaire avec lequel ils pourraient prendre un

risque accru. En fait, on estime que sur une diminution de 470 points de base de la part de l'actif des ménages détenue sous forme de dépôts aux États-Unis, seule une baisse de 16 points de base est attribuable à la démographie, le reste s'expliquant par des changements à l'intérieur de la cohorte. Une bonne partie de cette redistribution des portefeuilles des ménages américains entraîne la forte croissance des fonds communs de placement.

On observe une évolution semblable au Canada, où les ménages délaissent leurs placements directs relativement peu diversifiés dans les actions, les obligations et les instruments du marché monétaire au profit des fonds communs très diversifiés. L'évolution des dépôts personnels tend à être inversement proportionnelle à celle des fonds communs de placement, mais ce n'est que depuis six mois environ que l'on note un déclin absolu des dépôts, lequel alimente en partie la croissance des fonds communs.

En plus de ce changement possible de la tolérance à l'égard du risque, la croissance des fonds communs et des autres formes de gestion de patrimoine peut également témoigner d'un relâchement du contrôle quotidien des placements par les ménages. Cette tendance se confirme par la prolifération des investisseurs passifs qui optent pour des portefeuilles déjà diversifiés, à l'opposé des investisseurs actifs qui choisissent leurs titres, et par l'institutionnalisation des marchés des capitaux.

Conclusion

Au cours des dernières années, l'enrichissement des ménages n'a pas progressé au même rythme que la gestion du patrimoine, dont la croissance rapide a été interprétée à tort comme un signe d'accroissement sensible de la richesse des ménages. Dans cet article, nous arrivons aux deux conclusions suivantes :

▲ Les services de gestion du patrimoine devraient poursuivre leur ascension à long terme, malgré les tendances démographiques, dont les effets n'ont pas encore été vraiment ressentis. Leur croissance, très vigoureuse au cours des dernières années, retombera tôt ou tard à des niveaux plus raisonnables à cause du ralentissement des effets de l'évaluation et des redistributions de portefeuilles.

▲ Le taux de croissance de la richesse des ménages est beaucoup plus faible que ce que l'on pensait.

Quoi qu'il en soit, les Canadiens ont de plus en plus recours aux services de gestionnaires du patrimoine professionnels à cause de la hausse des impôts et de la complexité croissante de la fiscalité, d'un manque de temps et d'autres facteurs décrits dans ce rapport.

ANNEXE:

La démographie et le bilan du secteur des services financiers

Certains démographes constatent une transformation sans précédent du bilan du secteur des services financiers. Ils ont raison, mais ils interprètent mal les causes de ce phénomène.

Certains affirment que le passif remplace l'actif comme moteur du secteur. À leurs yeux, la croissance exponentielle des fonds communs illustre ce passage à une société de l'épargne ; de plus, ils soutiennent que les prêts à la consommation et les hypothèques enregistrent une faible croissance au moment où des sommes énormes s'ajoutent au passif du bilan des institutions financières.

Or, les faits leur donnent tort. C'est même l'inverse qui est vrai. Les comptes d'actif ont explosé depuis un an :

- ▲ Le crédit à la consommation progresse d'environ 9 % par année à l'échelle du secteur des services financiers.
- ▲ Les hypothèques résidentielles augmentent au rythme de 5 % par année.
- ▲ Le crédit à court terme aux entreprises enregistre une hausse de 8 % par année.
- ▲ Le crédit à long terme aux entreprises (obligations, actions, hypothèques non résidentielles et créances sur crédit-bail) s'accroît d'environ 8 % par année.

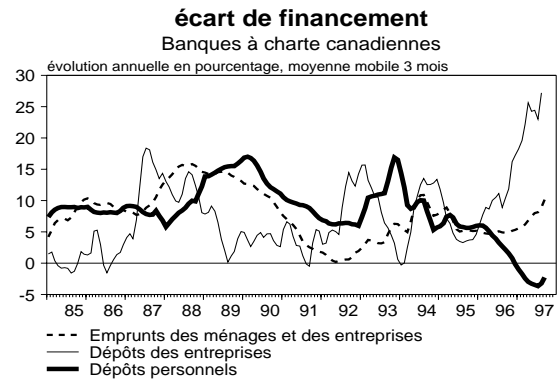
De toute évidence, l'actif du secteur connaît une forte croissance. Qu'en est-il du financement, c'est-à-dire du passif, notamment sur le plan des dépôts des ménages ?

Dans l'ensemble des banques, sociétés de fiducie, caisses et institutions d'épargne publiques, les dépôts personnels enregistrent le déclin le plus prononcé et le plus long de l'histoire (- 3 % annuellement).

Comme l'illustre clairement le Tableau A1, la croissance phénoménale de l'actif a coïncidé avec une baisse marquée des dépôts des particuliers. Quatre facteurs ont permis de combler cet écart de financement :

- ▲ Les dépôts bancaires des entreprises connaissent une forte progression, qui atteint actuellement 27 % par année.
- ▲ Cette forte croissance des dépôts des entreprises s'explique en partie par la hausse des bénéfices des entreprises clientes et par la solidité de leur bilan mesuré par les ratios de couverture des intérêts et d'endettement. En fait, le ratio des liquidités et des dépôts par rapport à l'actif total des entreprises non financières a atteint un sommet depuis au moins 1980.

Tableau A1



▲ Les banques ont recherché activement les dépôts des entreprises à terme fixe, ce qui s'est avéré coûteux.

▲ Les banques ont vendu des éléments d'actif afin de mobiliser des fonds sur le marché de la titrisation. Récemment, la Banque Royale a titrisé pour 1,5 milliard de dollars de créances sur cartes de crédit et les a vendues aux investisseurs.

Ensemble, la forte croissance de l'actif et la diminution des dépôts des particuliers ont entraîné une *ponction* sur la liquidité des banques à charte (Tableau A2).

Par conséquent, le secteur affronte des défis inverses à ceux que décrivent certains démographes. L'extrême faiblesse du taux d'épargne des particuliers (0,9 %) explique le recul des dépôts personnels tandis que les ménages continuent d'emprunter à un rythme accéléré. Comme nous l'avons vu dans cette étude, la croissance des fonds communs témoigne de gains de part de marché dans d'autres segments du marché de l'épargne, en raison de l'anémie du taux d'épargne.

Tableau A2

